

## &lt;研究ノート&gt;

## バブル形成メカニズムの基礎

——岡崎守男教授の株価論に寄せて——

一ノ瀬 篤

## 序

高度成長開始以後、バブル崩壊に到るまで、日本の株価については、その水準の異常な高さ（言い換えれば配当利回りの異常な低さ）が、たえず謎的現象として問題とされ、議論・検討の対象となっていた。

一つの分かりやすい解答は「資本還元の対象となる収益（分子の側）が、インカム・ゲイン（配当）ばかりでなく個々の株主にとってキャピタル・ゲインをも含むようになったからである」というものである。これは一応納得できる議論ではあるが、循環論法を含んでいる。つまり「株価はなぜ上がるのか」という問いに対して「将来株価が上がると期待されるから」という同義的命題で答えているからである。いま少し敷衍すれば、この議論は「将来株価と現在株価の差額（キャピタル・ゲイン）を資本還元の対象（分子側）に含めると株式の総合利回りは銀行利回りと均衡するのだ」と答えていることになる。この議論が同義反復に終始しないためには、「ではなぜキャピタル・ゲインが生じるのか（言い換えれば、なぜ近い将来に株価が上昇すると期待できるのか）」という問いに答える必要があった<sup>1)</sup>。

---

1) 株価形成の原理的説明は  $\text{株価}(p) = 1 \text{株当たり予想配当}(d) / \text{利子率}(r)$

キーワード：株価，地価，資産含み益

岡崎守男教授（桃山学院大学名誉教授）は、いわゆる「過剰流動性インフレ」期の頃から、「日本の株価形成においては、地価の『貢献』度が大である」旨、強調してこられた。つまり、土地の価格については、簿価と時価との間に大きな開きがあり、これによって生じる「資産の含み価値」が現実の株価形成に反映される、という議論である。

岡崎教授は、筆者が上に略述した「キャピタル・ゲインをも資本還元」あるいは「キャピタル・ゲインの生じる所以」といった問題意識から「地価が支えてきた日本の株価」という議論を構成してしておられるわけではない。教授の議論では「土地資産の含み価値は株価にとってはキャピタル・ゲインとなるのかインカム・ゲインとなるのか」という問題も、正面から取り上げられているわけではない。

しかし、岡崎説は上記の疑問（キャピタル・ゲインはどこから生じるのか）に説得的な解答を与えうるばかりでなく、バブル形成の基礎的メカニズムを説明しうる点で、非常に重要である、と筆者には思われる。日本の株価が大いに地価（企業保有土地の含み益）に依存していることは、特にジャーナリズムでは常識として論じられてきた。岡崎教授の議論は、その限りでは新しいものではない。しかし、その実証や理論的整理は示唆に富んでおり、魅力的である。

以下では、第1節で教授の所説を簡潔に紹介し（紹介に際しては、簡潔化

---

によって与えられる。これは株価形成が、もっぱら投下資金（時価での株式購入）に対する利回り（つまり、配当金の株式購入資金に対する割合）にのみ関心があり、これをたえず銀行預金利回りとの比較で考慮するような投資家たち（零細な個人投資家が主）によって行われている世界を前提にしている。

しかし、利回り革命後の日本では  $d/p$  が  $r$  をはるかに下回る状況が常態となった。なぜこういう状況が生じるのだろうか。「株式利回りが  $d/p$  ではなくて  $(d+cg)/p$  という形で形成されているのだ」とすれば、一応説明はつくことになる（ $cg$  はキャピタル・ゲイン）。では、この  $cg$  はどのようにして恒常的に生じるのか。これが問題である。これが解決されない限り、この説明は同義反復に堕してしまう。なぜなら、株価の異常な（配当利回りを極端に低くさせるほどの）上昇はどうして生じるのか、という問いに対して、「 $cg$  が生じるから」、つまり「株価が上昇すると期待されるから」と同義命題で答えているからである。

のために、思い切って筆者の解釈や表現の置き換えを挿入した。そのために生じるかもしれない誤認が全て筆者の責任であることは言うまでもない)、第2節で岡崎議論の意義、不明点、筆者から見て展開させるべきと思われる論点を提示してみたい。(以下、敬語等は略)

### 第1節 土地含み益の株価への反映

本節では岡崎の所説を紹介するが、その対象となる関連論文を以下に示す。構想の基本はすでに「論文1」(1973年)において与えられている。「論文2」では、地価上昇それ自体の概観、土地取引に果たした銀行の役割、過剰流動性期の「法人買い」(資本自由化、安定株主化工作が背景)、銀行による信用供与の役割、時価発行定着によるプレミアムの社内留保、「論文3」では「トービンのQ」に依拠して株価を説明する論者への穏やかな批判が付加されている。

論文1 「株価形成における資産価値——いわゆる『含み資産』買いについて——」 (ナショナル証券25周年記念論集『当面する証券界の諸問題』1973年)

論文2 「インフレ・土地・株価」(『経済評論』1974年2月)

論文3 「地価が支えてきた日本の株価」(『日経研究センター会報』No. 549, 1987年12月)

論文4 「証券市場の機関化・グローバル化と株価形成」(岡崎守男・濱田博男編『日本の証券市場——規制緩和とグローバリゼーション——』有斐閣, 1990年, 第4章)

要約紹介に移る: 資産(中心は土地)に含み益がある場合、株価がそれを織り込むことが多い。第一に、企業の解散が現実的に問題となる場合、株価は解散時の時価評価された純資産価値に依存する。つまり、解散に先立つ株価形成においては、純資産価値が算定されるが、その際、資産の含み益が考

量されるだろう（例：1973年の東京スタジアム株のケース）。このケースは、株式の物的証券としての側面が強く露呈する場合である。

第二に、解散の可能性は少ないとしても、企業が個人や個人グループの買い占め、法人による買収の対象となる場合がある。この場合、それまでは株価が主として利潤証券としての性格に基づいて評価されていたとしても、あらためて純資産の利益稼得力（後述第2節参照）が資本還元される形で株価が形成されることになるだろう。このケースでは、株価形成が稼得利益の資本還元というプロセスを経るわけであるから、株式は利潤証券としての性格に基づいて評価されるのであるが、利益稼得力の元になる純資産に土地の時価が入り込んで来るという意味で、基本的には物的性格を帯びていると言わなければならない。

第三に、解散や買収が無くても、資産が担保としての機能を発揮し、これによって銀行からの融資等が容易になる場合、その資金調達力（ひいては利潤稼得力と、それに基づく株主への配当や株式プレミアムによる還元）が株価に織り込まれることはむしろ常態と見るべきであろう。なお、ここでも資産が含み益を考慮した時価ベースで評価されることは注意を要する。

第四に、保有している土地の一部を企業が売却して含み益を実現し、本業損益に加えることによって会社の業績を高める場合がある。これには本業赤字補填のための消極的動機による場合と、価格が上昇した都心部などの土地を売却して地方に新工場を建設するというような積極的動機に基づく場合（例：1971-72年の日本カーリット株）とがあるが、いずれにせよ、会社の利潤稼得力は大いに高まり、株価は上昇する。

上記第三、第四のケースは、株式に焦点を当てると、その利潤証券としての性格（利子率による資本還元過程を経る）に基づく株価変動と言えるが、土地という物的資産の時価が究極で株価を規定しているという点では、株価運動は、ここでもまた物的性格を帯びていると言える。

第五に、企業が保有土地を単に担保として利用したり（上記第三のケース）売却したりする（上記第四のケース）のではなく、その土地の上に現実に様々

の施設（ホテル、駐車場、ボーリング場、等々）を建設して、それを利潤稼得に用いる場合がある。こういう施設は大抵、地価の高いところ、つまり繁華な場所に建てられ、その副業も利益が多いと期待できる。そうするとその企業の株価は、その近辺の土地一般が享受している価格（したがって、含み益）に加えて当該施設の利潤稼得力をも織り込んで評価されることになるだろう。

さて、上記の第二、第三、第四、第五のケースは、資産運用を考える個人投資家の観点からすれば、株式を高値で買う誘因を含んでいるとは言えない。折角の資産含み益や銀行融資、土地売却、施設運営等による利潤増大が、実際に個人投資家に増配をもたらす保証は少しもないからである。それにもかかわらず、株価は証券市場において土地という資産の価格（→含み益）を考慮して評価されていると判断するほかない。とすれば、株価を規定している主要な市場勢力は配当利回りを考える個人投資家ではなくて、法人投資家だということになる。

実際、とくに1960年代に急進展したいわゆる「資本の自由化」（当時は「資本の自由化」一般ではなく、狭義、即ち「対内直接投資——それも新規会社設立等に限定——の段階的自由化」を意味していた）を主要な契機として、大企業は銀行を核に据えつつ、相互に株式の持ち合いを進め（安定株主化工作）、大企業の主要株主は、同一「企業集団」に属する法人によって占められる、という状況が優勢となった。このような場合には、株価は配当を利子率で資本還元する、というような古典的な形成様式から乖離して「期待利益を利子率で資本還元」した値に収斂するだろう。期待利益には、地価の含み益が算入されることとなる。

要するに、現代日本では、土地資産の含み益が株価をその基底において決定している。とすれば、土地価格が擬制資本の性格を有し、株価もまた擬制資本に他ならない以上、株式は「自乗化された擬制資本」であるというほかない。

「インフレーション、法人による株式取得の盛行、資本自由化による外資

の進出など——の諸条件が存在する限り、企業の“含み資産”は、おそらくは今後とも長期にわたって、日本の株式市場における思考と行動の有力なよりどころとして存在しつづけるものと考えられる。現実的なものであれ、幻想的なものであれ、こうした株価形成上の基準が与えられるかぎりは、善良な投資家とても利潤証券的な価値基準から脱して、ますます無主体的な投機行動へと追いやられていかざるをえないのである。」(論文1, 128頁)

## 第2節 吟 味

30年の時間をおいて振り返ってみても、岡崎の「地価に支えられた株価論」が魅力に富むことは、上記の要約から明らかである。地価が株価を規定する様々なルートが明確に考察されている。また、概念をそのまま用いるか否かは別として「自乗された擬制資本」という議論は、日本の株価形成の脆弱性を凝縮的に表現しており、バブル形成の基礎理論そのものであった。共鳴者や批判的討論者を得て豊富化され厳密化されておれば、バブルに対する事前の警鐘として、大きな意義を持ち得ていたであろう。

しかし、比較的短い論文に大きな主題が盛り込まれている関係上、不明確もしくは未展開な部分も少なくない。以下、筆者なりに明確化すべきであると思われる点、あるいは展開されるべきであったと思われる点を簡単に述べておきたい。まず、不明確と思われる点についてのコメントから始める。

問題は岡崎の挙げている五つのケースの内、第二のケース（解散なしの買収）に伏在している。買収に際しては、買収企業は、配当利回りを問題とする個人投資家と異なった株式評価を行う、と岡崎は述べる。これはMM理論などと共通する認識である。

買収企業にとっては、被買収企業を、株式の（たとえば）過半を購入することによって支配下においた場合、それがどれだけの収益率を保証するかが関心事である、と岡崎は言う。となると「被買収企業のあげるであろう期待利益を取得株価総額で除した額」が利子率を下回るようでは意味がない。そこで

$$\text{最高限取得株価} = \text{期待利益} \div \text{利子率} \quad (1)$$

ということになる。ここから

$$\text{最高限取得株価} = \frac{1 \text{株当たり純資産} \times \text{期待自己資本利益率}}{\text{利子率}} \quad (2)$$

が導かれる。(岡崎は純資産＝自己資本と仮定。これは妥当だろう。)

要するに岡崎は、買収が問題となってくると、古典的な「配当利回り原理」は市場の後景に退いて、株価は「1株当たり純資産にその期待稼得利益率を乗じたもの」を資本還元した値に収斂する、と指摘しているのである。

さて、この第二のケースについて不明点が残るという意味は、次の通りである。つまり、「1株当たり純資産の稼得利益を資本還元した値」に地価が如何に絡むのかが十分に明らかではない、という点である。岡崎は「利益稼得の原動力である純資産に、地価の含み益が入ってくる」と考えているようだが、何故に、単に市場の評価に基づく地価の上昇が、利益稼得能力を増すことが出来るのだろうか。ある企業の保有土地の評価が仮に500億円から1,000億円に上昇したところで（ひいては、そのことによってこの企業の純資産価値が上昇したところで）、企業の利益稼得能力は、この名目的な地価上昇によって些かも改善されはしない。他方、もしも稼働する機械や原材料、そしてそれを駆使する労働力等の価額が増加するのであれば、そしてこの結果、純資産額が増大するのであれば、この企業の利益稼得能力は増大するだろう。これは投下される現実資本の額が増加していることを意味する。しかし、土地価格の上昇は名目的なものにすぎず、稼働現実資本の額を増やすわけではない。もしその価格高騰が企業の評価を高め、株価を上昇させるとすれば、それは別の論理に依拠すると考えるべきであろう。

岡崎のこの点に関する説明は説得的でない。問題は「最高限取得株価」を算出する際に、「期待利益」を「1株当たり純資産×期待自己資本利益率」に置き換えてしまった点にあるのではないか。筆者にはこの二つの項目（「期待利益」と「1株当たり純資産×期待自己資本利益率」）の間には、か



なりの懸隔があるように思われる。その所以を説明しよう。

上記(1)式(最高限取得株価＝期待利益÷利子率)は納得できる。そして、これを展開するとすれば、岡崎とは異なって

$$\begin{aligned} \text{最高限取得株価} &= \frac{\text{総資産額} \times \text{当該企業利益率} - \text{借入金} \times \text{利子率}}{\text{利子率}} \\ &= \frac{[(\text{自己資本} + \text{借入金}) \times \text{当該企業利益率} - \text{借入金} \times \text{利子率}]}{\text{利子率}} \\ &= \frac{\text{自己資本} \times \text{当該企業利益率}}{\text{利子率}} + \frac{\text{借入金}(\text{当該企業利益率} - \text{利子率})}{\text{利子率}} \end{aligned}$$

(3)

となるだろう。(3)式と岡崎の(2)式とを比べると、右辺第2項のある点が異なる((3)式の右辺第1項を残し、第2項を捨象すると、岡崎の(2)式に等しい)。この右辺第2項というのは、借入金のもたらすいわゆる「企業者利得」の資本還元分である。この第2項を意識してはじめて、岡崎の第三のケース(地価上昇による担保力の上昇→資金調達力強化→利潤増大)が生きてくるのではないか。しかし、この第2項は思考を簡単化するために省略された、と理解出来る。その意味ではさして大きな問題ではない。

それよりも問題なのは、上述したように、岡崎(2)式〔=(3)式右辺第1項〕の自己資本項目に、土地の時価を算入することの是非である。繰り返しになるが、地価上昇それ自体は稼働資本額を大きくする要因ではないから、含み益分を自己資本に算入することは不合理である。現実には、或る企業の利益稼働力を他企業が評価する場合、当該企業の純資産額をあらためて算出してこれに利益率を掛けるという迂路はとらずに、直接に総利益額を把握し、これを資本還元するはずである。もしも純資産額を算定してこれに利益率を乗ずるという迂路をとるならば、土地や建物、機械類等の資産については現実に資本として機能している額をのみ算入するはずである。その場合、岡崎(2)式の想定に対して、おそらく自己資本額は小さく、利益率が大きくなることであろう。しかし、純資産額が算定されるのは、岡崎(2)式の想定する



利益額算出（および、その資本還元）のためではなく、以下で見るように直接的に企業の売買価格を決定する場合のためであろう。

地価が上昇した場合に株価が上昇するのは、「純資産額が上昇し、それに見合った利益稼得額が資本還元される」〔岡崎(2)式〕というルートによるのではないとすれば、地価上昇はどのようなルートで株価に影響するのだろうか。岡崎の示唆を生かしつつ、この問題を再吟味してみよう。ルートとしては、企業利益の増大を経由する場合と、直接に資産価額が株価を規定する場合とを区別すべきであろう。

はじめに地価上昇が企業利益の増加をもたらし、これが企業の評価を高めるルートを考察する。地価が上昇すると、まず第一に、岡崎の第三ケースが機能する。つまり、資金調達に際して担保力が高まり、銀行から融資を受ける能力が増大する。これは企業者利得（利潤マイナス利子）の獲得を通じて利益が増大することを意味する。さらに、資金調達力の増大は、競争企業に対して生産性の上で優位に立つ可能性をも与える。

第二に、地価が上昇すると、ほんの僅かの土地の切り売りによって巨額の利益を実現する可能性が与えられる（岡崎の第四ケース）。地価上昇は、こういった営業外の臨時的利潤の可能性を与えるので企業評価を高める。

第三に、地価が上昇した土地に新規に参入してくる企業にとっては、高くなった地価の買収費を、相当期間にわたって総売上高から回収せねばならない。この新規参入企業の製品競争力は、従来からここに立地している企業に対して不利である。逆に古くからこの地を購入・使用している企業は、競争上優位に立つ。これが在来企業の評価を高める。このことは、新旧企業の本業、副業（岡崎の第五ケース）、いずれに対しても該当する。

注意すべきは、これらのいずれの場合も、零細個人株主にとっては直接に企業を高く評価する材料にならないことである。彼らとしては、いずれの場合においても、増大した企業利益が自分たちに還元される可能性はきわめてうすい。したがって、上述の、地価上昇による企業利益の向上を、企業（→株価）評価に結びつけるのは、岡崎の第二ケース（買収）の場合と同様、い

つの日か当該企業の価値を丸ごと評価する可能性のある他の企業だ、ということになる。ただ、評価の方式は、岡崎の言うような「1株当たり純資産の稼得利益を資本還元」する方式ではなく、今述べたような、直接的な利益稼得力を資本還元する方式であろう。

両者の違いは、一見紛らわしいかもしれないので、少し説明を加えておこう。岡崎方式では、上昇した地価と簿価との差（含み益）が、純資産の重要構成要素となり、その純資産が経済学上の資本として機能して利益を生み出す、という構成になっている。しかし、地価が上昇しても、現実に機能する資本の大きさは、少しも変わりはない。この限りでは地価上昇によって企業稼得利益が増大するはずもなく、市場もそのような評価はしないだろう。実際はどうかと言えば、機能する資本額が大になるから利益が増えるのではなく、地価に焦点を当てて考察すれば、機能資本の額は不変であるのに、企業利益が上述のルートで増加し、これが資本還元されて、株式の従来時価と比較され、株価を上昇させるにすぎないのである。

つぎに、資産価額が直接に株価を規定する場合もしくはルートを考察しよう。しかし、この問題は簡単である。企業の業績が好調で利益の資本還元額が1株当たり純資産の額を上回っている場合には、純資産価額が企業価値を規定することはないだろう。しかし、業績不調で株価が低迷し、利益の資本還元額が純資産価額に満たないような場合には、純資産価額が株価を規定することになるだろう。

要するに、持ち合いを含め、企業が相互に株式を売買することが支配的になると、純資産価額が企業評価値の下限となり（企業業績不調の場合）、企業業績が好調の場合は、この値を上回って企業が評価され、株価が上昇する、ということである。前者の場合はもちろん、後者の場合でも、前述のように地価上昇が大きな役割を果たすことを、あらためて確認しておきたい。

引き続き、岡崎が未展開のままに終わっている部分のうち、重要と思われる2点に絞って、筆者なりの試論を示したい。第一は冒頭に述べた配当利回りの極端な低下問題と岡崎説との関係である。年々の利回りだけが関心事で

ある零細（個人）投資家は、なぜ極端に低い配当利回りの下でも、株式を購入するのか。地価上昇によって直接的に、あるいは利益額の増加を通じて間接的に（資本還元過程を経て）、他企業による当該企業の評価が高まり、このために株価が上昇する、と個人投資家達が期待するからである。彼らは次のように考える。「配当利回りは確かに割に合わない。しかし、地価が上昇するだろうから企業は相互に他企業の価値評価を高め、株価は将来上がるだろう。とすると、A株についても、配当ばかりではなく、或る程度の値上がり益（キャピタル・ゲイン）を見込んでよい。実際の利回りは  $(d+cg) \div$  現在時価 と想定しても良いのではないか。」（ $cg$ ：キャピタル・ゲイン）

この結果、個人投資家は配当利回りの低い株式でも買い進むのである。通常の場合、或る企業の保有土地価格の上昇（→キャピタル・ゲイン）は、他企業による株価評価段階では、上述のようにインカム・ゲインに転態され、資本還元過程を通じて株価を上昇させる。しかし、個人投資家にとっては、これは与えられた株価上昇として、キャピタル・ゲインとなるのである。岡崎議論と「配当利回りの低さ」問題との関係は、上のように整理されるべきではないか。

第二に、「自乗された擬制資本」の含意は、もっと強調されてしかるべきであった、と思われる。原理的には、土地は地代を資本還元した額で売買取引される、と考えてよい。地代（広義、すなわち土地利用収益）が上昇して地価が上がり、企業保有土地に含み益が生じると、これまで述べたような形で株価が影響を受け、株価は上昇する。株式は「自乗された擬制資本」となる。岡崎のここでの含意は、日本の株価形成の脆弱性（ひいてはたえざるバブル形成とその崩壊の可能性）にあったと考えてよいであろう。

岡崎論文では、この脆弱性の強調が不十分であるために、「地価については地代、利子率という客観的根拠があり、株価についても、当該部分について言えば、客観性のある地価を基準としているのであるから、両者ともに全く仮構あるいは架空的な、客観性の乏しい値とは言えないのではないか」というような疑問が生じかねない。この疑問自体は妥当だが、「客観性」が

「非バブル性」に短絡すると妥当性を失う。

地価について言えば、景気が非常に良くて駅前土地の収益力（駐車場としてであれ、食堂としてであれ、雑居ビルとしてであれ）が極端に上昇した年度には、駅前地価が暴騰するだろう。しかし、時間が経って景気が大いに沈滞した年度には、収益力（広義地代）が激減し、地価も下がるだろう。収益力が異常に上昇した年の地価は、客観性のある地代（広義）を客観性のある利率で資本還元して形成されたのだからバブル性をもたない、と言ってよいのだろうか。好景気年度の収益自体が異常ではなかったのか。利率が極度に下がった年には地価は上がるだろうが、その上昇は利率という客観性のあるカテゴリーによって生み出されたのだからバブル性はない、と言って良いのか。通常の利率の年度になって振り返ってみると、まさに低い利率自体がバブル性を帯びていたということになるのではないか。株価についても同様である。

岡崎の「自乗された擬制資本」という指摘は、妥当である。日本の株価は極端な脆弱性を含んでいたということである。ちなみに、用語として「擬制資本」という概念が思弁的な印象を与える、というのであれば、「土地の含み益に支えられた日本の株価」という表現でも少しも構わない。要は、地価と株価は共に立ち、共に倒れる関係にある、というのが岡崎指摘である。この指摘には、地価が下落すれば株価が下がり、株価が下がれば銀行をはじめとする諸企業の含み益が消失する、という命題が含まれている。さほど明示的でこそないが、担保としての土地の価格が下落すると債権債務関係がもつれる、という認識も含まれていた<sup>2)</sup>。「自乗された擬制資本」という命題は、

2) 論文2では次のような表現が見られる。「現在の土地所有と土地取引は、金融機関の莫大な信用供与の上になりたっているわけであるが、このことは同時に土地の取得を介して、広範囲に債権・債務の関係が形成されたことを意味する」(57-58頁)、「地価と株価とのこのような相互連関的な自己運動ははたして、いつまでも可能であるのか」(65頁)、「しかし……現在の地価が信用関係の未曾有の膨張の上にささえられ、株価の方は法人が相当部分を保有しているという事情によって、信用保持の観点からすれば、地価も株価も簡単に下落させるわけにはいなくなっている」(65頁)、「おそらくは、日本銀行信用に依存するかたちでの不動

土地需給の経済学へと進展すべき命題であった。

これら諸点の主張が松の根瘤のように堅固で執拗であったとすれば、日本の地価形成の不自然さやその限界，崩落した場合の債権債務のもつれ，といった問題への警鐘乱打に結びついたのではないだろうか。この点が非常に残念である。

筆者には当時、「地価に支えられた株価」という認識は強固ではなく，本稿のコメントは後知恵である。岡崎教授の着眼と考察に敬意を表したい。

※本稿は桃山学院大学総合研究所の共同研究プロジェクト「現代経済危機の構図」月次研究会における岡崎守男報告「地価が支えてきた日本の株価」（2002年11月28日）に触発されたコメント稿である。）

（いちのせ・あつし／経済学部教授／2003年1月6日受理）

---

産担保債権の流動化問題が，今日的な課題として登場してきたようである」（65頁）